

## 금호석유(011780/KS)

## 아직은 때가 아닌 고무

매수(유지)

T.P 70,000 원(유지)

## Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

## Company Data

자본금	1,675 억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,214 억원
주요주주	
박철완(외3)	24.53%
금호석유 자사주	18.35%
외국인지분률	14.00%
배당수익률	2.70%

## Stock Data

주가(16/02/10)	56,500 원
KOSPI	1917.79 pt
52주 Beta	1.28
52주 최고가	89,500 원
52주 최저가	47,850 원
60일 평균 거래대금	69 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.2%	9.0%
6개월	-11.2%	-6.0%
12개월	-35.9%	-34.8%

4 분기에는 영업적이라는 earning shock 을 시현하였음. 합성고무의 원재료 재고 소진 효과 외에도 합성수지/페놀/에너지 등 전 사업부의 이익약세가 나타났음. 1 분기는 합성고무와 에너지의 1 회적 요인이 소멸되면서 이익이 개선되었지만 여전히 약세인 실적은 이어질 것임. 동사의 주가는 지속적으로 시황과 동반한 약세가 나타나고 있음. 그러나 16 년 하반기 이후는 고무회복/에너지 증설효과로 주가모멘텀 발생할 수 있을 것으로 기대됨

## 4Q15 영업이익 -5 억원(QoQ 적전 / YoY 적전)

SK 증권 리서치센터 추정치 361 억원을 크게 하회하는 earning shock 이었음. 전체적인 사업부의 부진이 부각되었는데, 특히 합성고무/페놀 사업부는 적자 전환하였고, 합성수지 사업부 또한 이익을 시현하지 못하였음. 합성고무는 특히 고가의 원재료를 소비하기 위한 재고소진 정책을 사용하면서 적자 전환이 불가피하였음. 에너지 사업부에서 상기 사업부의 감익을 상쇄해줘야 했지만, 역시 정기보수로 이익이 부진했던 탓에 전사 분기적자를 2013 년 4 분기 이후 2 년 만에 처음으로 시현하였음.

## 1Q16 영업이익 318 억원(QoQ 흑전 / YoY -42.4%) 추정

1 분기는 4 분기의 충격으로부터 벗어날 수 있을 것으로 판단함. 합성고무 원재료 재고소진/에너지 정기보수라는 1 회적 요인이 마무리 된 부분이 크게 작용할 것임. 다만 전체적인 화학 시황이 둔화 추세를 보이고 있고, 주력 합성고무 역시 원재료 가격의 상승세와 달리 제품가격은 약세가 지속되고 있기 때문에 이익 회복이 뚜렷할 가능성인 제한적인 것으로 추정함.

## 목표주가 70,000 원 / 투자 의견 매수 유지

이익 추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자 의견을 그대로 유지함. 2016 년 상반기에서도 합성고무의 시황약세 상황을 감안할 때 이익개선의 폭은 뚜렷하지 못할 것으로 판단함. 다만 2016 년 하반기 이후부터는 합성고무 공급의 하락 cycle 진입이 현실화되면서 이익이 개선세를 탈 것으로 판단함. 뿐만 아니라 에너지 사업부의 증설효과도 하반기에는 가시화될 것이기 때문에 동사의 주가 모멘텀은 그 시점부터 힘을 낼 수 있을 것으로 기대됨.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	5,132.1	4,765.7	3,934.6	3,557.4	3,605.7	3,543.2
yoy	%	(12.8)	(7.1)	(17.4)	(9.6)	1.4	(1.7)
영업이익	십억원	134.2	184.9	163.9	214.8	291.0	382.9
yoy	%	(40.0)	37.7	(11.4)	31.1	35.5	31.6
EBITDA	십억원	308.6	362.5	340.2	389.7	465.9	557.8
세전이익	십억원	(70.5)	117.2	164.6	145.0	227.9	331.0
순이익(지배주주)	십억원	(123)	93.2	125.5	111.9	175.9	255.5
영업이익률%	%	2.6	3.9	4.2	6.0	8.1	10.8
EBITDA%	%	6.0	7.6	8.6	11.0	12.9	15.7
순이익률	%	(1.4)	2.5	4.2	4.1	6.3	9.3
EPS	원	(558)	2,904	4,121	3,673	5,775	8,387
PER	배	(170.5)	27.8	12.6	15.4	9.8	6.7
PBR	배	2.2	1.7	1.1	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	15.7	12.0	10.5	9.3	7.6	3.2
ROE	%	(0.8)	6.1	8.1	7.0	10.3	13.4
순차입금	십억원	1,849	1,768	1,873	1,823	1,709	1,502
부채비율	%	170.0	170.3	161.7	153.3	140.7	124.7

## 4Q15 실적 review

(단위: % 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	1,099.1	1,020.2	1,079.1	963.8	871.6	(20.7)	(9.6)	955.5	768.5	13.4
영업이익	53.8	55.2	64.1	45.0	(0.5)	적전	적전	46.0	36.1	N/A
세전이익	45.1	55.5	69.2	35.8	4.1	(90.9)	(88.5)	37.5	30.8	(86.6)
지배순이익	30.4	41.5	49.2	26.7	8.2	(73.0)	(69.3)	27.8	24.0	(65.8)
영업이익률	4.9	5.4	5.9	4.7	(0.1)	(5.0)	(4.7)	4.8	4.7	(4.8)
세전이익률	4.1	5.4	6.4	3.7	0.5	(3.6)	(3.2)	3.9	4.0	(3.5)
지배주주순이익률	2.8	4.1	4.6	2.8	0.9	(1.8)	(1.8)	2.9	3.1	(2.2)

자료: SK 증권 Fnguide

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	3,831.5	3,365.7	3,508.1	3,934.6	3,557.4	3,605.7	2.7%	5.7%	2.8%
YoY %	-19.6%	-12.2%	4.2%	-17.4%	-9.6%	1.4%			
영업이익	200.5	244.3	293.4	163.9	214.8	291.0	-18.3%	-12.1%	-0.8%
YoY %	8.4%	21.9%	20.1%	-11.4%	31.1%	35.5%			
EBITDA	376.8	419.3	468.4	340.2	389.7	465.9	-9.7%	-7.1%	-0.5%
YoY %	4.0%	11.3%	11.7%	-6.1%	14.5%	19.6%			
순이익	141.3	137.8	179.5	125.5	111.9	175.9	-11.2%	-18.8%	-2.0%
YoY %	51.7%	-2.5%	30.2%	34.7%	-10.9%	57.2%			

자료: 금호석유 SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E
매출액	768.5	845.0	838.9	855.0	871.6	905.1	876.4	901.7	13.4%	7.1%	4.5%	5.5%
YoY %	-30.1%	-17.2%	-22.3%	-11.3%	-20.7%	-11.3%	-18.8%	-6.4%				
QoQ %	-20.3%	10.0%	-0.7%	1.9%	-9.6%	3.8%	-3.2%	2.9%				
영업이익	36.1	52.9	70.2	68.5	(0.5)	31.8	60.8	68.8	-101.4%	-39.8%	-13.4%	0.4%
YoY %	-32.9%	-4.3%	9.4%	52.2%	적전	-42.4%	-5.2%	52.7%				
QoQ %	-19.8%	46.4%	32.8%	-2.4%	적전	흑전	91.1%	13.2%				
EBITDA	79.8	96.6	113.9	112.3	43.2	75.5	104.5	112.5	-45.9%	-21.8%	-8.3%	0.2%
YoY %	-19.1%	-3.3%	5.1%	26.5%	-56.2%	-24.3%	-3.6%	26.8%				
QoQ %	-10.0%	21.0%	18.0%	-1.5%	-51.3%	74.7%	38.3%	7.7%				
순이익	24.0	27.5	41.7	40.6	8.2	10.2	33.6	40.1	-65.8%	-63.0%	-19.4%	-1.2%
YoY %	-21.3%	-33.6%	-15.2%	51.9%	-73.0%	-75.5%	-31.6%	50.1%				
QoQ %	-10.3%	14.9%	51.4%	-2.7%	-69.3%	24.1%	230.1%	19.3%				

자료: 금호석유 SK 증권

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목			2014	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	9.6%	ROE(지배주주지분)	6.1%	6.8%	9.9%	12.7%	14.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	9.6%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.38						
4Q15E BPS(지배주주지분)	48,839						
Target Price	67,193						

자료: 금호석유, SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2014	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	2,904	3,589	5,690	8,302	10,913
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,684				
1Q16E EPS	3,589				
1Q17E EPS	5,690				

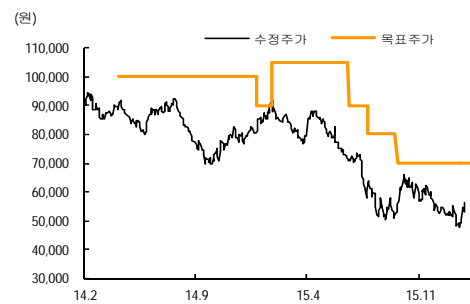
Multiple	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0
TP by weighted EPS	45,474	51,158	56,843	62,527	68,211	73,895	79,580	85,264	90,948	96,632
TP by 4Q15E EPS	28,711	32,300	35,888	39,477	43,066	46,655	50,244	53,833	57,421	61,010
TP by 4Q16E EPS	45,523	51,214	56,904	62,594	68,285	73,975	79,666	85,356	91,047	96,737

자료: 금호석유, SK 증권

## 투자의견변경

일시      투자의견      목표주가

2016.02.11	매수	70,000원
2016.01.05	매수	70,000원
2015.10.25	매수	70,000원
2015.09.30	매수	70,000원
2015.08.05	매수	80,000원
2015.06.29	매수	90,000원
2015.03.29	매수	105,000원
2015.02.04	매수	105,000원
2015.01.06	매수	90,000원
2014.10.21	매수	100,000원
2014.09.29	매수	100,000원
2014.07.18	매수	100,000원
2014.04.18	매수	100,000원



## Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 11일 기준)

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,401.4	984.8	1,037.3	1,148.9	1,337.5
현금및현금성자산	213.6	26.5	76.2	190.5	397.4
매출채권및기타채권	625.8	485.5	487.0	485.5	475.8
재고자산	529.3	423.9	425.2	424.0	415.8
<b>비유동자산</b>	3,035.9	3,289.7	3,328.2	3,369.7	3,407.3
장기금융자산	344.5	308.8	308.8	308.8	308.8
유형자산	2,266.4	2,506.1	2,544.7	2,586.1	2,623.7
무형자산	16.2	16.4	16.4	16.4	16.4
<b>자산총계</b>	4,437.3	4,274.5	4,365.6	4,518.6	4,744.8
<b>유동부채</b>	1,739.4	1,550.1	1,551.3	1,550.2	1,542.4
단기금융부채	1,177.2	1,074.6	1,074.6	1,074.6	1,074.6
매입채무 및 기타채무	488.4	402.9	404.1	402.9	395.2
단기충당부채	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>비유동부채</b>	1,056.3	1,090.8	1,090.8	1,090.8	1,090.8
장기금융부채	973.2	970.7	970.7	970.7	970.7
장기매입채무 및 기타채무	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	4.8	4.8	4.8	4.8
<b>부채총계</b>	2,795.7	2,640.9	2,642.1	2,641.0	2,633.2
<b>지배주주지분</b>	1,559.4	1,547.6	1,637.5	1,791.6	2,025.7
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.2	265.2	265.2	265.2	265.2
기타자본구성요소	(40.3)	(40.3)	(40.3)	(40.3)	(40.3)
자기주식	(40.3)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
이익잉여금	1,102.6	1,155.3	1,245.2	1,399.3	1,633.3
비지배주주지분	82.2	86.0	86.0	86.0	86.0
<b>자본총계</b>	1,641.6	1,633.6	1,723.4	1,877.6	2,111.6
<b>부채외자본총계</b>	4,437.3	4,274.5	4,365.6	4,518.6	4,744.8

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	320.0	476.9	341.4	409.6	500.3
당기순이익(손실)	88.3	129.9	112.3	176.6	256.5
비현금성항목등	301.6	237.3	231.0	231.0	231.0
유형자산감가상각비	177.6	176.4	174.9	174.9	174.9
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(124.0)	(61.0)	(56.1)	(56.1)	(56.1)
운전자본감소(증가)	11.8	181.6	(2.0)	1.9	12.7
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(7.9)	104.9	(1.3)	1.3	8.5
재고자산감소(증가)	9.3	105.4	(1.3)	1.2	8.2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6.1	(88.6)	0.6	(0.6)	(3.9)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	28.9	47.7	35.8	35.8	35.8
<b>투자활동현금흐름</b>	(231.3)	(405.3)	(213.4)	(216.3)	(212.6)
금융자산감소(증가)	35.5	0.1	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(253.7)	(405.1)	(213.4)	(216.3)	(212.6)
무형자산감소(증가)	0.4	(1.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(13.5)	1.2	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동현금흐름</b>	41.5	(196.5)	(22.5)	(22.5)	(22.5)
단기금융부채증가(감소)	(125.8)	(380.1)	0.0	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	209.3	247.8	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	42.0	64.5	22.5	22.5	22.5
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가(감소)</b>	130.3	(187.2)	49.7	114.3	206.9
기초현금	83.3	213.6	26.5	76.2	190.5
기말현금	213.6	26.5	76.2	190.5	397.4
FCF	128.6	23.6	126.3	185.7	269.6

자료 : 금호석유, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	4,765.7	3,934.6	3,557.4	3,605.7	3,543.2
<b>매출원가</b>	4,418.7	3,611.4	3,196.1	3,166.2	3,014.3
<b>매출총이익</b>	347.0	323.2	361.3	439.5	528.9
매출총이익률 (%)	7.3	8.2	10.2	12.2	14.9
<b>판매비와관리비</b>	162.1	159.3	146.6	148.5	146.0
영업이익	184.9	163.9	214.8	291.0	382.9
영업이익률 (%)	3.9	4.2	6.0	8.1	10.8
비영업손익	(67.6)	0.7	(69.8)	(63.1)	(51.9)
<b>순금융비용</b>	11.5	29.9	2.3	6.7	15.1
외환관련손익	(12.1)	(31.5)	0.0	0.0	0.0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	11.9	38.9	11.7	14.0	16.7
세전계속사업이익	117.2	164.6	145.0	227.9	331.0
세전계속사업이익률 (%)	2.5	4.2	4.1	6.3	9.3
계속사업법인세	28.9	34.7	32.6	51.3	74.5
<b>계속사업이익</b>	88.3	129.9	112.3	176.6	256.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	88.3	129.9	112.3	176.6	256.5
<b>순이익률 (%)</b>	1.9	3.3	3.2	4.9	7.2
지배주주	93.2	125.5	111.9	175.9	255.5
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.0	3.2	3.1	4.9	7.2
비지배주주	(4.8)	4.4	0.4	0.7	1.0
<b>총포괄이익</b>	123.7	92.9	112.3	176.6	256.5
<b>지배주주</b>	126.6	89.4	111.9	175.9	255.5
<b>비지배주주</b>	(2.9)	3.5	0.4	0.7	1.0
EBITDA	362.5	340.2	389.7	465.9	557.8

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(7.1)	(17.4)	(9.6)	14	(1.7)
영업이익	37.7	(11.4)	31.1	35.5	31.6
세전계속사업이익	흑전	40.4	(11.9)	57.2	45.2
EBITDA	17.4	(6.1)	14.5	19.6	19.7
EPS(계속사업)	흑전	41.9	(10.9)	57.2	45.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.1	8.1	7.0	10.3	13.4
ROA	2.0	3.0	2.6	4.0	5.5
EBITDA마진	7.6	8.6	11.0	12.9	15.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	80.6	63.5	66.9	74.1	86.7
부채비율	170.3	161.7	153.3	140.7	124.7
순차입금/자기자본	107.7	114.7	105.8	91.0	71.1
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.1)	0.2	0.2	0.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,904	4,121	3,673	5,775	8,387
BPS	46,600	46,156	48,839	53,442	60,430
CFPS	9,462	8,955	10,193	11,956	14,083
주당 현금배당금	1,500	800	800	800	800
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	27.8	12.6	15.4	9.8	6.7
PER(최저)					
PBR(최고)	1.7	1.1	1.2	1.1	0.9
PBR(최저)					
PCR	8.5	5.8	5.5	4.7	4.0
EV/EBITDA(최고)	12.0	10.5	9.3	7.6	3.2
EV/EBITDA(최저)	4.1	4.3	12.7	6.7	6.3